

保龄宝(002286)

出国服务第一股，大健康主业迎来业绩拐点
投资评级：买入（首次）

盈利预测与估值

	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	911	1,331	1,871	2,542
同比（%）	1.1%	46.2%	40.5%	35.9%
净利润（百万元）	23	38	160	201
同比（%）	-45.7%	64.8%	326.2%	25.6%
毛利率（%）	11.5%	13.9%	20.6%	20.5%
ROE（%）	1.6%	2.6%	10.5%	12.5%
每股收益（元）	0.06	0.10	0.43	0.54
P/E	235.06	142.56	33.45	26.64
P/B	3.70	3.66	3.52	3.34

2016年2月24日

分析师 马浩博

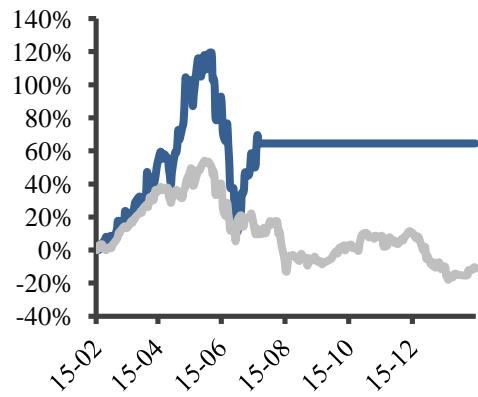
职业资格证书编号：S0850513090003

联系电话：18917609091

mahb@research.dwstock.com.cn

股价走势

保龄宝 沪深300



市场数据

收盘价（元）	14.50
一年最低价/最高价	20.37/6.52
市净率	3.63
流通A股市值（百万元）	3853.88

基础数据

每股净资产（元）	3.99
资产负债率（%）	2.22
总股本（百万股）	369.26
流通A股（百万股）	265.79

- **定增布局国际教育领域。**公司拟募集资金购买新通国际 100% 股权，新通出入境 60% 股权和杭州夏恩 45% 股权，交易对价 16.67 亿元，发行价格为 11.59 元/股。同时拟向浙商聚金员工持股资管计划等 6 名特定对象募集不超过 7 亿元配套资金，发行价格为 11.59 元/股，主要用于支付本次交易现金对价以及投入 Learning Mall 建设项目和国际化教育在线服务平台项目。
- **国际教育领域保持快速增长。**留学教育市场规模约 2500 亿，其中留学服务约 500 亿。2013 年出国留学总人口数 4180 万、近五年 CAGR19%。2016 年教育法修订以及教育资产证券化两大主题推动行业快速发展；预计 4 月将进行教育修法三次审议，我们认为修法通过概率较大。
- **新通国际是国内最具影响力的语言培训和留学服务机构之一。**仅次于新东方和金吉列。公司在浙江地区具有显著的区域优势，占据杭州市场 50% 以上份额。新通的盈利模式包括三方面：第一是留学规划服务，为留学生提供留学咨询。第二是语言培训业务，也是公司未来业绩成长的主要空间。第三是海外游学，包括办理签证及相关文书，并组织陪同顾客赴海外知名院校参观访学来获取服务收入，其中留学服务占比超过 50%。新通已在 33 个主要城市设立业务网点，基本完成网点全国化布局。16-18 年新通承诺利润分别为 0.85、1.06、132 亿元。
- **新通出入境协同留学及移民服务。**作为特色因私出入境中介，随着我国高净值人群的增长，子女留学比例逐步提高、高净值人群移民意愿也在提升，出入境中介服务得到快速发展。公司主业是为高净值客户提供海外定居规划、安家置业、海外投资咨询和商务考察等一站式解决方案。目前公司位列全国十强，16-18 年承诺业绩分别为 4100 万元、5200 万元和 6500 万元。
- **实现双主业轮动。**公司将从单一的以功能糖为主的制造业向生产制造与教育服务产业并行的双主业的转变。大健康主业迎来业绩拐点，玉米和能源价格下降带来成本大幅下降，我们预计 16-18 年利润分别为 3400/3900/4500 万元。
- **盈利预测和估值。**按照食品板块 30XPE，对应 16 年糖主业市值为 10.2 亿，教育行业 80XPE，16 年新通净利 1.2 亿，对应市值 96 亿，总市值约 106 亿。目前上市公司市值为 58.9 亿元，定增完成后市值约 76 亿元。有较大上升空间，给予买入评级。
- **风险提示。**多糖销售低迷、食品安全、出国政策变化等。

1. 功能糖领军企业

保龄宝是以天然、有机农产品为原料，采用现代生物工程技术（酶工程、发酵工程等）生产功能糖、糖醇、膳食纤维、淀粉及淀粉糖的国家级重点高新技术企业，国内功能配料行业的龙头企业。公司聚焦临床营养、强化营养、休闲营养、运动营养、动物营养五大板块，通过“产品+服务”的业务模式，积极推动“大众食品功能化、功能食品大众化”进程。公司与可口可乐、百事可乐、卡夫、雀巢、蒙牛、伊利、脑白金等国内外知名结成战略伙伴关系，在行业内具有较强的竞争优势。

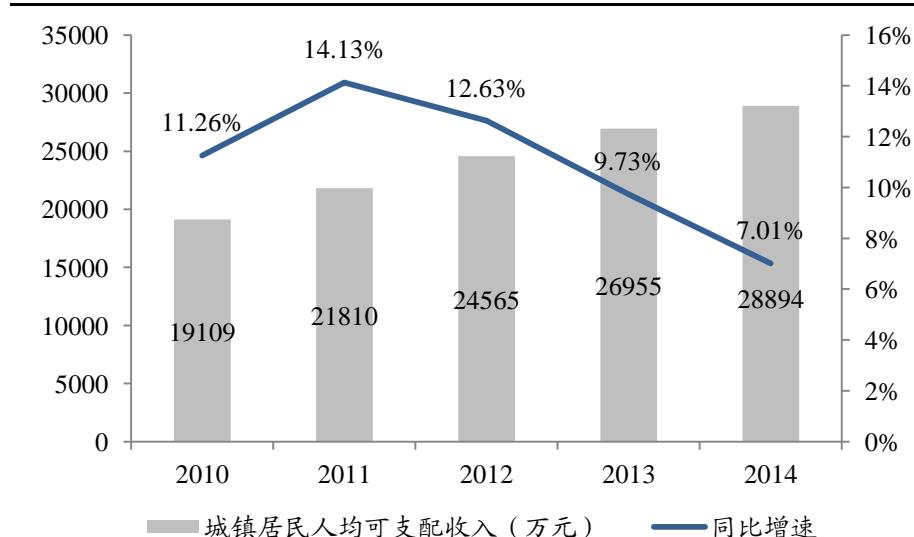
公司通过并购的方式切入国际教育领域，实现从单一的以功能糖为主的制造业向生产制造与教育服务产业并行的双主业的转变。大健康产业迎来业绩拐点，玉米和能源价格下降带来成本大幅下降，我们预计16-18年利润分别为5000/7000/8000万元。

2. 国际教育市场前景广阔

2.1. 人均可支配收入提升，为国际化教育奠定基础

随着国民经济增长，人均可支配收入不断提升，教育支出占家庭支出比例逐渐提升。2010年，我国经济总量超过日本，居世界第二位，成为仅次于美国的世界第二大经济体。根据国家统计局数据，我国城乡居民收入和财富的快速增长。2014年，城镇居民人均可支配收入2.88万元，比1978年增长75.7倍，年复合增长率达12.41%。城乡居民拥有的财富显著增加，城乡居民人均存款余额达8.8万元。

图表1：2010-2014年人均可支配收入情况



资料来源：国家统计局，东吴证券研究所

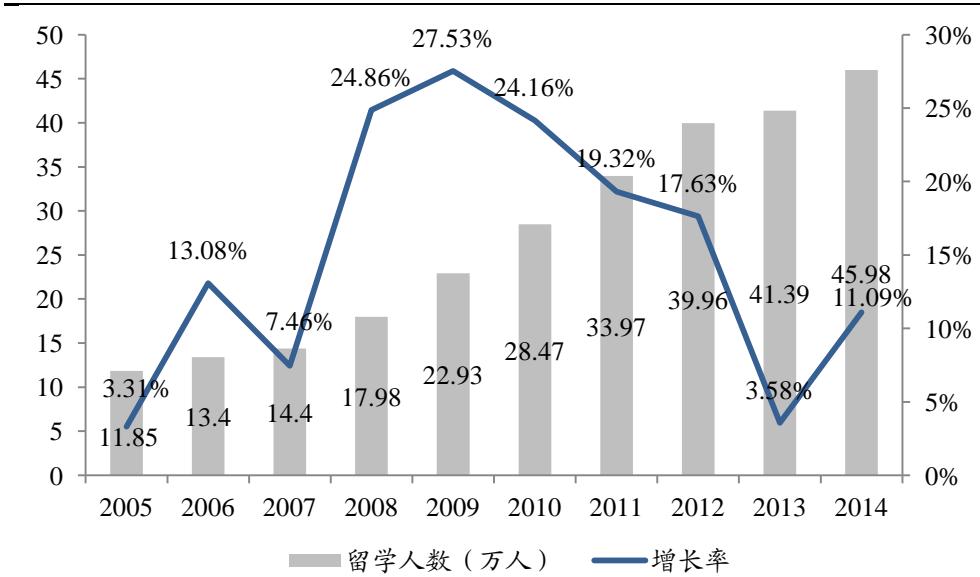
2.2. 国内优质教育资源紧缺促进国际化教育增长

随着人们对教育品质的要求不断提高，国内优质教育资源渐显紧缺。近年来，国家加大了教育经费投入力度，实施高等教育改革，引进海外优秀人才，我国高等教育质量有所提升。但是，目前国内优质的高等教育资源仍然偏少，远不能满足人们日益提供的对高品质教育的追求。据《美国世界与新闻报道》公布的2014年世界大学排名，排名前100名的大学中有50所为美国大学，哈佛大学更以满分100被评为世界大学500强之首，而中国入围的大学仅有2所。各国前10名大学在全球的平均排名，美国为第9名，英国为第22名，中国仅为162名，差距较大。此外，中国顶尖高等教育院校的招生人数增长缓慢，优质初高中甚至小学教育资源紧缺，远不能满足人们对高品质国际化教育资源的需求，越来越多的人选择赴海外求学，留学低龄化的趋势亦日趋明显。

2.3. 留学人群持续扩大，留学中介与培训市场持续扩容

随着人均可支配收入不断提高，留学生占适龄人口比例不断提升，以及国民教育观念转变，留学需求不断增强，留学人数持续增长。2005年以来，中国留学生的人数一直呈上升趋势。根据教育部数据统计，中国出国留学总人数2000年仅为3.9万人，2005年增长至11.85万人，2014年增长至45.98万人，年均复合增长率19.27%。从1978年到2014年底，各类出国留学人员总数已达351.84万人。据中国教育在线与教育优选联合发布的《2015年出国留学发展状况调查报告》，中国已经成为了世界第一大留学生输出国。

图表 2：2005-2014年出国留学人数



资料来源：《中国国际移民报告》，东吴证券研究所

根据教育部数据，目前留学行业规模超过2500亿元，包含了留学中介费(占8%，200亿)、培训费(占12%，300亿元)、以及境外消费(占80%，2000亿元，其中留学学费占比最大、留学生活费用次之)等。随着教育消费升级逐渐深化，预计留学中介及培训费占比将继续提升。

2.4. 高净值人群不断增加，国际化服务需求增强

随着人均可支配收入不断提升，中国高净值人群不断增多，推动了海外投资和定居服务业务发展。据招商银行与贝恩管理顾问公司联合发布的《2015 中国私人财富报告》，2014 年，可投资资产一千万人民币以上的中国高净值人士数量超过 100 万人，与 2012 年相比，增加了约 30 万人，年均复合增长率达到 21%，相比 2010 年人群数量实现翻倍；预计 2015 年底，中国高净值人群数量达到 126 万人。

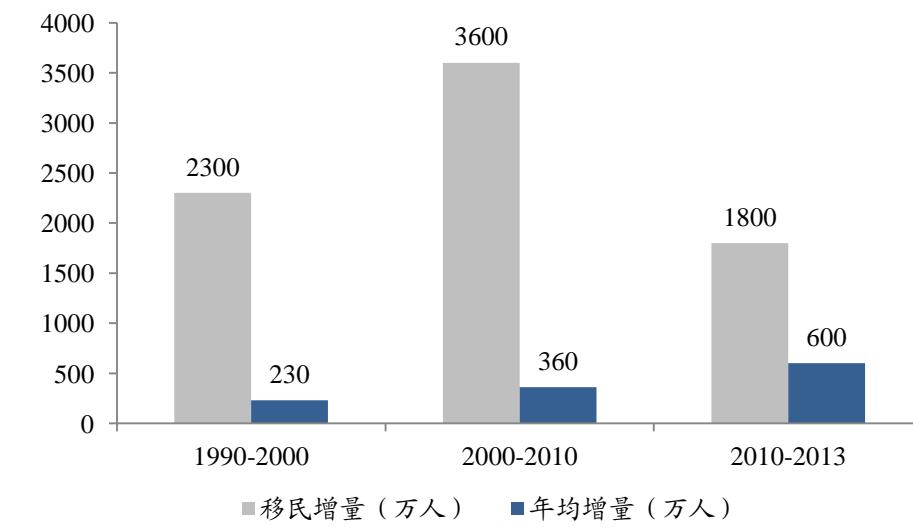
高净值人群对子女教育、生活环境、食品安全等方面的要求不断提升。为子女享受更好的教育而筹划海外投资和定居是申请者的重要考虑因素。欧美很多国家会为拥有居留权的人士提供免费或有补助的公立教育，拥有居留权的学生可以本地生而非国际生的身份申请欧美国家的学校，享受学费、专业选择、入学门槛等各方面的便利，因此，部分高净值人群会选择通过海外投资和定居获得目的国的永久居留权或国籍，享受当地优质的教育资源。

2.5. 移民需求提高，带动出入境中介服务增长

2010 年至 2014 年，世界移民增量接近 2500 万人，年均达 600 万人次，移民速度进一步加快。2008 年的经济危机对移民流动的影响深远，2010 年以后国际移民年均增量为 600 万人，较 2000~2010 年的年均增量多了 240 万，从一个侧面反映了经济危机下移民跨国流动加速。

目前全球大约有 2.5 亿人移民海外，其中华人华侨总数已达到 6000 万人，中国移民已成为世界上最大的国际移民群体。中国移民主要目的地为美国、加拿大、澳大利亚、韩国、日本和新加坡等国。2013 年，获得美国、加拿大、澳大利亚永久居留权的中国人分别为 71798 人、34000 人、27334 人。

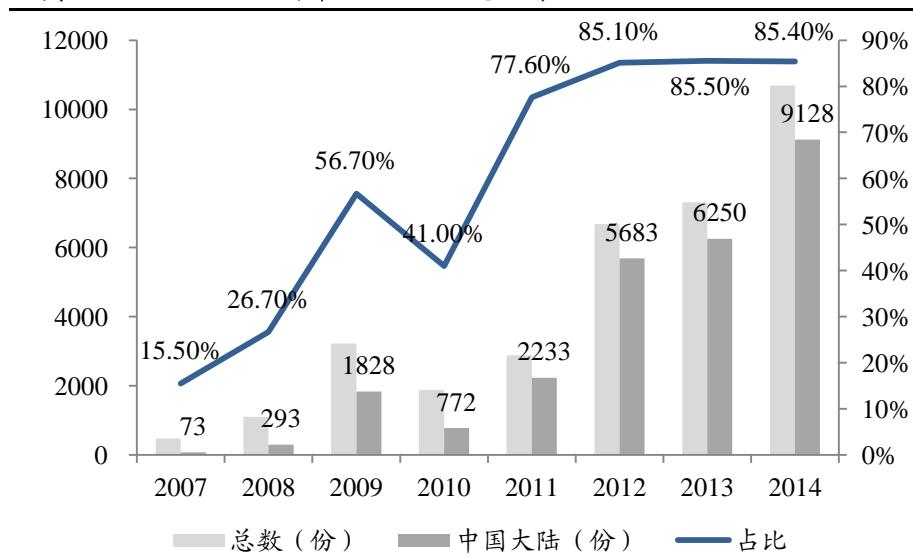
图表 3：1990-2013 年全球移民增量



资料来源：联合国经济与社会事务部，东吴证券研究所

通过投资签证(EB-5 visa)移民美国的中国公民稳定增长。2014财年度，美国发放的投资移民签证名额为10692份，其中来自中国的移民有9128份，比2013年度增加2878份，增长46.0%；。中国目前为美国投资移民最大来源国，中国大陆公民获得EB-5签证的人数比例从2008年的26.7%增长到85.4%，并且近三年均保持在85%以上。快速提升的移民需求必将带动出入境中介服务的稳定增长。

图表4：2007-2014财年EB-5签证发放情况



资料来源：《中国国际移民报告》，东吴证券研究所

3. 进军国际教育服务业，实现双主业驱动

3.1. 推出定增方案，切入国际教育与服务领域

公司拟募集资金购买新通国际100%股权，新通出入境60%股权和杭州夏恩45%股权，交易对价16.67亿元，其中新通国际12.315亿元、新通出入境3.665亿元、杭州夏恩0.675亿元，发行价格为11.59元/股。同时拟向浙商聚金员工持股资管计划、王丽珍、麻亚炜等6名特定对象募集不超过7亿元配套资金，发行价格为11.59元/股，主要用于支付本次交易现金对价以及投入Learning Mall建设项目和国际化教育在线服务平台项目。本次定增完成后，刘宗利先生持有上市公司股份的比例将从26.76%变为17.62%，仍为上市公司控股股东，实际控制人未发生变更。

图表5：2016-2018年收购标的承诺业绩（单位：万元）

	2016年承诺净利润	2017年承诺净利润	2018年承诺净利润	合计
新通国际(含新通出入境40%股权、杭州夏恩55%股权)	8500	10605	13190	32295

新通出入境 (100% 股权)	4100	5200	6500	15800
杭州夏恩 (100% 股权)	1200	1500	1800	4500

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 新通国际区域优势显著

新通国际是国内具有影响力的语言培训和留学服务机构。全国前五大留学中介服务机构为新东方，金吉列，新通，启德教育，澳际。公司的优势是在浙江区域做得非常强，占据杭州市市场的 50%以上。新通的盈利模式包括三种：第一是留学规划服务，为留学生提供留学咨询。第二块是语言培训业务，也是公司未来业绩成长的主要空间。第三块是海外游学，包括办理签证及相关文书，并组织陪同顾客赴海外知名院校参观访学来获取服务收入，其中留学服务占比超过 50%。新通已在 33 个主要城市设立业务网点，基本完成网点全国化布局。

3.3. 新通出入境与新通国际协同发展

新通出入境是特色因私出入境中介，协同留学及移民服务。随着我国高净值人群的增长，子女留学比例逐步提高、高净值人群移民意愿也在提升，出入境中介服务得到快速发展。公司主业是为高净值客户提供海外定居规划、安家置业、海外投资咨询和商务考察等一站式解决方案。目前公司位列全国十强，为同行业内规模最大、业务范围最广的出入境服务机构之一。

新通出入境与新通国际通过内部合作实现客户的相互推荐、业务的整合销售及营销的合作推广，充分挖掘新通国际不同业务板块多年积累的优质客户资源，不仅提升了新通整体的品牌知名度，还可协同打造完整的国际化教育和国际化服务服务产业链，从而增强客户黏性，挖掘客户潜在需求，提供更多增值服务。

3.4. 与同行业公司比较

通过比较国内教育服务行业相关上市公司的收入水平及净利润增速，标的公司新通给出的业绩承诺在合理范围内。

图表 6：国内教育服务行业相关上市公司 2011 年至 2014 年销售收入及其增长率（单位：A 股人民币万元、美股美元万元）

证券名称	类别	2011年	2012年	2013年	2014年	平均值
		销售收入	销售收入	销售收入	销售收入	
全通教育	A股	14,253.00	15,659.73	17,225.54	19,257.38	
	增长率	42.15%	9.87%	10.00%	11.80%	18.45%
立思辰	A股	54,093.23	52,259.70	61,778.83	84,703.12	
	增长率	20.36%	-3.39%	18.22%	37.11%	18.07%
科大讯飞	A股	55,701.35	78,394.07	125,370.78	177,521.06	
	增长率	27.74%	40.74%	59.92%	41.60%	42.50%
新东方	美股	55,787.20	77,171.80	95,985.40	113,888.70	

	增长率	44.41%	38.33%	24.38%	18.65%	31.44%
学大教育	美股	22,173.80	29,315.70	34,704.70	33,831.40	
	增长率	43.85%	32.21%	18.38%	-2.52%	22.98%
好未来	美股	11,058.83	17,751.97	22,593.11	31,389.52	
	增长率	58.91%	60.52%	27.27%	38.93%	46.41%
六家平均						29.98%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 7：国内教育服务行业相关上市公司 2011 年至 2014 年净利润及其增长率（单位：
A 股人民币万元、美股美元万元）

证券名称	类别	2011年	2012年	2013年	2014年	平均值
		净利润	净利润	净利润	净利润	
全通教育	A股	3,717.70	4,370.52	4,199.21	4,487.74	
	增长率	35.24%	17.56%	-3.92%	6.87%	13.94%
立思辰	A股	7,510.26	4,656.76	6,246.76	10,037.29	
	增长率	23.94%	-37.99%	34.14%	60.68%	20.19%
科大讯飞	A股	13,262.89	18,240.49	27,898.62	37,942.99	
	增长率	31.13%	37.53%	52.95%	36.00%	39.40%
新东方	美股	10,153.90	13,268.80	13,626.90	21,570.40	
	增长率	30.91%	30.68%	2.70%	58.29%	30.65%
学大教育	美股	479.00	174.90	1,489.40	-1,023.00	
	增长率	-53.46%	-63.49%	751.57%	-168.69%	116.48%
好未来	美股	2,404.12	2,431.37	3,344.01	6,060.58	
	增长率	69.77%	1.13%	37.54%	81.24%	47.17%
六家平均						44.64%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

由于学大教育 2014 年净利润为负值，据此计算得到的市盈率数据异常，在计算上市公司平均市盈率时予以剔除。剔除后，剩余 5 家同业上市公司平均市盈率为 125.30，标的公司新通国际、新通出入境、杭州夏恩远未来三年市盈率远低于同行业上市公司市盈率水平。相关上市公司平均市盈率为 99.49 倍，我们给予新通 80XPE 较为合理。

图表 8：标的公司预估值及未来三年市盈率

标的公司	预估值	2016年	2017年	2018年
	(万元)	市盈率	市盈率	市盈率
新通国际	123,150	14.57	11.66	9.42
新通出入境	61,090	15.00	11.75	9.43
杭州夏恩	15,080	13.34	10.63	8.81
平均		14.30	11.35	9.22

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 9：国内外教育服务行业相关上市公司市盈率

标的公司	类别	市盈率
全通教育	A股	301.10

立思辰	A股	176.51
科大讯飞	A股	93.61
新东方	美股	14.86
学大教育	美股	-29.58
好未来	美股	40.44
平均		99.49

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

资产负债表(百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	利润表(百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	657.5	793.5	1152.9	1454.1	营业收入	910.7	1331.5	1870.7	2542.3
现金	123.3	205.0	230.0	185.0	营业成本	801.9	1138.4	1475.0	2006.9
应收款项	90.8	162.7	215.5	285.7	营业税金及附加	4.5	7.5	10.1	13.5
存货	130.5	165.8	222.5	307.2	营业费用	62.5	89.6	124.6	171.6
其他	312.9	260.0	484.9	676.2	管理费用	47.5	69.7	79.6	104.6
非流动资产	1107.5	1221.9	1353.8	1487.4	财务费用	-1.1	7.0	22.9	40.1
长期股权投资	50.9	50.9	50.9	50.9	投资净收益	15.5	7.2	9.6	10.8
固定资产	924.3	1042.4	1177.9	1315.2	其他	1.9	2.8	2.9	2.8
无形资产	110.3	106.6	103.0	99.3	营业利润	12.8	29.3	170.9	219.2
其他	22.0	22.0	22.0	22.0	营业外净收支	13.4	13.4	15.0	13.9
资产总计	1765.0	2015.4	2506.7	2941.5	利润总额	26.2	42.7	185.9	233.1
流动负债	280.5	509.4	940.0	1289.6	所得税费用	3.4	6.1	26.0	32.2
短期借款	76.2	297.9	653.0	864.7	少数股东损益	0.0	-1.0	0.0	0.0
应付账款	175.4	169.0	235.3	352.4	归属母公司净利润	22.8	37.5	160.0	200.9
其他	28.9	42.4	51.8	72.5	EBIT	-2.7	30.0	185.0	249.4
非流动负债	36.2	41.9	46.8	50.9	EBITDA	47.7	108.0	290.9	378.6
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	36.2	41.9	46.8	50.9					
负债总计	316.7	551.3	986.9	1340.5					
少数股东权益	0.0	-0.4	-0.4	-0.4					
归属母公司股东权益	1448.3	1464.5	1520.2	1601.5					
负债和股东权益总计	1765.0	2015.4	2506.7	2941.5					
<hr/>									
现金流量表(百万元)	2014	2015E	2016E	2017E					
经营活动现金流	101.8	73.4	12.8	126.6	毛利率(%)	11.5%	13.9%	20.6%	20.5%
投资活动现金流	-318.7	-192.2	-238.6	-263.7	EBIT Margin(%)	-0.3%	2.3%	9.9%	9.8%
筹资活动现金流	-33.5	200.5	250.7	92.1	销售净利率(%)	2.5%	2.8%	8.6%	7.9%
现金净增加额	-250.1	81.7	25.0	-45.0	资产负债率(%)	17.9%	27.4%	39.4%	45.6%
折旧和摊销	50.4	78.1	105.9	129.2	收入增长率(%)	1.1%	46.2%	40.5%	35.9%
资本开支	-268.8	-192.2	-238.6	-263.7	净利润增长率(%)	-45.7%	64.8%	326.2%	25.6%
营运资本变动	-11.4	-42.7	-253.8	-204.4	P/E	235.06	142.56	33.45	26.64
企业自由现金流	-232.5	-131.2	-227.3	-123.9	P/B	3.70	3.66	3.52	3.34
					EV/EBITDA	118.88	54.66	21.80	17.68

资料来源：东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出自为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>